

Kinerja Portofolio Saham Berdasarkan Strategi Investasi Momentum di Pasar Modal Indonesia

I Gst. Bgs. Wiksuana

Fakultas Ekonomi, Jurusan Manajemen - Universitas Udayana

Jl. P.B. Sudirman, Denpasar Bali

Email: igb.wiksuana@yahoo.com

ABSTRACT

This research analyzes stock portfolio performance based on momentum investment strategy in Indonesian capital market. The sample consists of public companies listed in the Jakarta Stock Exchange that were actively traded between the periods of December 2001 until December 2007. Sampling method used in this research is multiphase sampling method which is analyzed by using abnormal return stock portfolio performance and means difference statistical test. The results of the analysis show that momentum investment strategy can not be used by investors and investment managers to form stock portfolio. It can not produce a positive and significant difference in the performance of winner and loser stock portfolio Indonesian capital market.

Keywords: *momentum investment strategy, stock portfolio performance.*

PENDAHULUAN

Sejak satu dekade yang lalu telah terjadi perdebatan mengenai strategi investasi yang dapat digunakan investor untuk membentuk portofolio saham. Sejak itu pula, pengujian tentang strategi portofolio saham terutama strategi investasi kontrarian dan strategi investasi momentum terhadap kinerja portofolio saham dilakukan di berbagai pasar modal, dengan hasil yang mengarah pada kesimpulan belum ditemukannya konsistensi pengaruh masing-masing strategi investasi tersebut terhadap kinerja portofolio saham.

Strategi investasi kontrarian, pertama kali ditemukan oleh DeBondt dan Thaler (1985). Menggunakan data pasar modal Amerika Serikat, mereka menemukan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan tingkat *return* positif (*winner*) atau negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya. Investor yang membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham tersebut setelah menjadi *winner* akan memperoleh *abnormal return* yang signifikan sampai 15% per tahun untuk horison waktu 3 sampai 5 tahun.

Profitabilitas strategi investasi kontrarian ini sebagian besar disebabkan oleh kenyataan bahwa investor bereaksi secara berlebihan (*overreaction*) terhadap informasi. Dalam kondisi ini, para pelaku pasar modal cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai baik. Sebaliknya, mereka akan memberikan

harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap berita buruk. Kemudian, fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan. Pembalikan ini ditunjukkan oleh turunnya secara drastis harga saham yang sebelumnya berpredikat *winner* dan naiknya harga saham yang sebelumnya berpredikat *loser*.

Berbeda dengan strategi investasi kontrarian, strategi investasi momentum memanfaatkan pergerakan saham atau pasar dengan harapan pergerakan tersebut terus berlanjut. Penganut strategi investasi momentum akan membeli saham pada saat harga sedang bergerak naik dengan harapan momentum gerak naik itu akan terus berlanjut di masa depan. Mereka akan menjual kembali saham-saham tersebut bila dirasa momentum pergerakan naik telah melemah atau malah telah berhenti dan berbalik arah. Berdasarkan karakteristik strategi ini, para pengamat sering menjuluki strategi investasi momentum dengan *buy high sell higher* (beli mahal, jual lebih mahal lagi).

Dalam konteks investasi saham, strategi investasi momentum lebih sesuai dengan horison investasi investor. Kebanyakan investor memiliki horison investasi yang lebih pendek daripada yang diperlukan bagi penerapan strategi investasi kontrarian untuk menghasilkan *return* yang dapat diterima (De Long, *et al.*, 1990; Shleifer dan Vishny, 1990). Dalam strategi ini, investor akan membeli saham yang sebelumnya memiliki kinerja baik (*winner stock*) dan menjual saham yang sebelumnya memiliki kinerja buruk (*loser stock*).

Strategi investasi momentum dipopularkan oleh Jegadeesh dan Titman (1993). Mengkaji data *return* saham individual di *New York Stock Exchange* (NYSE) dan *American Stock Exchange* (AMEX) dari tahun 1965-1989, mereka menemukan bahwa strategi investasi momentum biaya nihil dari pembelian saham pemenang (*winner stock*) dan penjualan saham pecundang (*loser stock*) menghasilkan *abnormal return* yang signifikan sepanjang horison investasi jangka menengah 3 sampai 12 bulan, bahkan setelah mengontrol risiko sistematisnya.

Sejak itu, sejumlah penelitian lain telah mengkonfirmasi hasil penelitian tersebut. Moskowitz dan Grinblatt (1999), meneliti strategi investasi momentum dalam portofolio berbasis industri. Strategi investasi momentum yang dibentuk berdasarkan *return* saham industri ternyata jauh lebih menguntungkan dari momentum *return* saham individual. Grundy dan Martin (2001), mengkaji strategi investasi momentum dengan jangka waktu pengujian yang lebih panjang. Penelitian mereka menemukan bahwa strategi investasi momentum telah menguntungkan di Amerika Serikat sejak tahun 1920-an. Llewellyn (2002), melakukan penelitian dengan menggunakan metodologi yang berbeda menemukan bahwa fenomena momentum ada dalam portofolio yang disortir berdasarkan variabel ukuran (*size*) dan *book to market equity*. Penelitian strategi investasi momentum juga telah dilakukan oleh Rouwenhorst (1998) di pasar modal Eropa, serta Hum dan Pavlov (2003) di pasar modal Australia. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa strategi investasi momentum menguntungkan bila diterapkan di kedua pasar modal tersebut.

Meskipun demikian, banyak penelitian yang tidak setuju dengan interpretasi terhadap bukti-bukti momentum. Penelitian yang dilakukan oleh Chan, *et al.* (1996) menunjukkan bahwa harga saham kurang bereaksi terhadap informasi yang terdapat pada *return* saham yang lalu dan keuntungan perusahaan pada harga momentum. Lo dan MacKinlay (1990); Foster, *et al.* (1997) dalam penelitiannya menemukan bahwa studi tentang momentum dapat mengalami bias pengumpulan data (*data snooping*). Studi Barberis, *et al.* (1998); Daniel, *et al.* (1998); Hong dan Stein (1999), menemukan bahwa momentum harga konsisten dengan bias dalam cara investor menginterpretasikan informasi yang tidak sempurna. Demikian halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Hameed dan Kusnadi (2002) di pasar modal Asia, tidak menemukan adanya bukti momentum seperti yang terjadi di pasar modal Amerika Serikat, Eropa, dan Australia.

Beberapa temuan empiris di atas mengindikasikan bahwa strategi investasi momentum merupakan isu yang masih kontroversial dan merupakan bidang yang sangat kompleks. Oleh karena itu, sangat menarik dilakukan kajian empiris tentang kinerja portofolio saham berdasarkan strategi investasi momentum di pasar modal Indonesia, untuk membuktikan apakah strategi ini merupakan strategi yang layak digunakan untuk membentuk portofolio saham.

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka masalah yang akan dikaji dalam penelitian ini adalah bagaimanakah kinerja portofolio saham berdasarkan strategi investasi momentum di pasar modal Indonesia?.

KAJIAN TEORITIS

Dalam investasi portofolio saham, berbagai strategi akan digunakan investor untuk memperoleh kinerja yang sebanding atau melebihi kinerja pasar. Ada dua strategi yang dapat dipilih investor dalam membentuk portofolio saham, yaitu strategi portofolio pasif dan strategi portofolio aktif. Strategi portofolio pasif biasanya meliputi tindakan investor yang cenderung pasif dalam berinvestasi pada saham dan hanya mendasarkan pergerakan sahamnya pada pergerakan indeks pasar. Artinya, investor tidak secara aktif mencari informasi atau melakukan jual beli saham yang bisa menghasilkan *abnormal return*. Investor dalam hal ini hanya akan mengikuti indeks pasar.

Di sisi lain, strategi portofolio aktif pada dasarnya akan meliputi tindakan investor secara aktif dalam melakukan pemilihan dan jual beli saham, mencari informasi, mengikuti waktu dan pergerakan harga saham serta berbagai tindakan aktif lainnya untuk menghasilkan *abnormal return*. Tentunya investor harus berhati-hati dalam memilih strategi apa yang tepat baginya, apakah strategi portofolio aktif, strategi portofolio pasif ataupun penggabungan kedua strategi portofolio tersebut secara bersamaan (Jones, 2002).

Strategi portofolio aktif dalam pembentukan portofolio saham pada dasarnya dapat menggunakan pendekatan fundamental dalam analisis saham. Pendekatan fundamental adalah pendekatan untuk menganalisis suatu saham dengan berdasarkan pada kinerja keuangan perusahaan emiten (laba, dividen, penjualan dan lainnya) dan kinerja industri di mana perusahaan tersebut beroperasi. Tujuan strategi portofolio aktif adalah mencapai kinerja portofolio saham yang melebihi kinerja portofolio saham yang diperoleh melalui strategi portofolio pasif. Dengan kata lain, investor akan berusaha untuk memperoleh

hasil yang lebih tinggi dibandingkan kinerja yang diperoleh sesama investor lainnya. Mereka secara proaktif mencari informasi tambahan, meningkatkan kemampuan mereka dalam menganalisis informasi-informasi yang mempengaruhi kinerja portofolio saham, bahkan tidak jarang ada yang berani membayar mahal untuk jasa konsultasi analisis saham yang terbaik. Semuanya dilakukan untuk meningkatkan kinerja portofolio saham yang diharapkan investor.

Strategi investasi momentum merupakan salah satu dari strategi portofolio aktif yang dapat digunakan investor dan manajer investasi untuk meningkatkan kinerja portofolio saham. Strategi ini dilakukan dengan cara membeli saham yang sebelumnya memiliki kinerja baik dan menjual saham yang sebelumnya memiliki kinerja buruk (Sharpe, *et al.*, 1995). Dalam strategi ini investor akan mencari momentum atau waktu yang tepat, pada saat perubahan harga yang terjadi bisa memberikan keuntungan bagi investor melalui tindakan menjual atau membeli saham.

Berbagai teknik untuk menemukan momentum yang tepat dalam portofolio saham dapat dilakukan. Data yang telah terjadi (*ex-post data*) digunakan untuk mencari pola pergerakan saham dan mencari hubungan sebab akibat antara satu peristiwa dengan peristiwa lainnya. Investor momentum berusaha untuk membeli saham yang harganya baru saja naik secara berarti atas dasar kepercayaan bahwa harga saham tersebut akan terus naik sesuai dengan pergeseran ke atas dari kurva permintaan. Sebaliknya saham yang harganya turun secara berarti akan dijual dengan kepercayaan bahwa kurva permintaan mereka telah bergeser ke bawah.

Analisis faktor-faktor fundamental yang berpengaruh terhadap kinerja portofolio saham merupakan teknik kuantitatif yang lebih kompleks untuk menentukan waktu yang paling tepat untuk membeli atau menjual saham. Jika faktor-faktor itu dapat diidentifikasi, maka investor akan mampu meramalkan kinerja portofolio saham di masa yang akan datang. Investor akan menginvestasikan dana yang dimilikinya pada portofolio saham tertentu apabila perubahan faktor-faktor tersebut akan meningkatkan kinerja portofolio saham yang diharapkan. Demikian pula sebaliknya, jika diperkirakan perubahan faktor-faktor itu akan menurunkan kinerja portofolio saham, maka investor akan memindahkan investasinya dari portofolio saham ke alternatif investasi lainnya.

Sehubungan dengan pembentukan portofolio saham berdasarkan strategi investasi momentum, Sharpe, *et al.* (1995) mengemukakan langkah-langkah sebagai berikut:

- 1) Identifikasi saham-saham yang terdaftar di pasar modal.
- 2) Menentukan peringkat berdasarkan besarnya *return* untuk periode yang baru saja berakhir, yang disebut sebagai periode formasi portofolio.
- 3) Masukkan saham-saham yang memiliki rata-rata *return* tinggi ke dalam kelompok portofolio *winner* dan saham-saham yang memiliki rata-rata *return* rendah ke dalam kelompok portofolio *loser*.
- 4) Menentukan *return* portofolio saham *winner* dan *loser* untuk periode yang akan dimulai, yang disebut periode pengujian portofolio.
- 5) Ulangi analisis dari permulaan, mulai dari langkah pertama tetapi bergerak maju satu demi satu. Hentikan setelah dilakukan pengulangan beberapa kali.
- 6) Tentukan rata-rata *abnormal return* atas portofolio *winner* dan portofolio *loser*.

Jika strategi investasi momentum bekerja dengan baik, maka portofolio saham pemenang (*winner*) seharusnya menghasilkan rata-rata *abnormal return* yang positif dan portofolio saham pecundang (*loser*) memiliki rata-rata *abnormal return* yang negatif. Perbedaan antara *abnormal return* portofolio tersebut seharusnya positif secara signifikan.

Momentum yang memberikan *return* positif mengimplikasikan bahwa saham yang memiliki kinerja di atas rata-rata saham pada periode sebelumnya akan melebihi kinerja rata-rata saham pada periode berikutnya. Secara empiris, penelitian-penelitian tentang strategi investasi momentum telah banyak berfokus pada investasi beli dan jual dalam berbagai kombinasi desil, dengan bobot *equal* atas saham dalam posisi beli dan jual. Pembobotan secara *equal* ini digunakan karena perubahan *return* sebagai akibat dari strategi pendanaan lebih mudah untuk diinterpretasikan. Dimungkinkan juga untuk berfokus pada portofolio yang mendanai diri sendiri (*self financing*) dengan bobot momentumnya diukur dengan fungsi linier (misalnya *return* masa lalu).

Bukti-bukti empiris mengenai strategi investasi momentum telah didokumentasikan di Amerika Serikat. Jegadeesh and Titman (1993) mengkaji *return* saham individual untuk saham-saham yang diperdagangkan di *New York Stock Exchange* (NYSE) dan *American Stock Exchange* (AMEX), menemukan bahwa strategi investasi momentum biaya nihil dari pembelian saham pemenang (*winner*) dan penjualan saham pecundang (*loser*) menghasilkan *abnormal return* yang signifikan sepanjang horizon jangka menengah 3 sampai 12 bulan. Menurut penelitian mereka, profitabilitas

strategi investasi momentum saham individual di pasar modal Amerika Serikat tidak berasal dari risiko sistematis atau kelambatan reaksi harga saham terhadap perubahan faktor-faktor yang lazim diketahui mempengaruhi harga saham, namun disebabkan oleh penjualan saham pecundang (*loser*) masa lalu, khususnya saham-saham yang kurang likuid. Lebih jauh, penelitian ini menemukan pula bahwa sebagian dari *abnormal return* yang dihasilkan pada tahun pertama setelah pembentukan portofolio menghilang pada tahun kedua, dan terdapat pola *return* yang sama di sekitar tanggal pengumuman laba *past winner* dan *past loser*.

Sejumlah penelitian lainnya telah mengkonfirmasi hasil penelitian Jegadeesh dan Titman tersebut. Grundy and Martin (2001) dengan menggunakan perspektif historis jangka waktu yang lebih panjang, menemukan bahwa suatu strategi investasi momentum telah menguntungkan di Amerika Serikat sejak tahun 1920-an. Hasil penelitian Llewellyn (2002) menunjukkan bahwa momentum terjadi dalam portofolio yang disortir berdasarkan variabel ukuran (*size*) dan *book to market equity*. Pembentukan portofolio dalam penelitian ini dapat dianggap cukup terdiversifikasi dengan baik, karena itu mencerminkan risiko sistematis (risiko yang tidak bisa dihilangkan dengan melakukan diversifikasi). Hasil penelitian ini juga mengungkapkan pandangan alternatif tentang penjelasan berperilaku dalam *return* untuk momentum dan korelasi *lead-lag* di antara saham lebih kuat daripada autokorelasi. Penjelasan berperilaku dari fenomena ini adalah investor secara salah telah meyakini bahwa informasi tentang suatu perusahaan akan berisi informasi tentang perusahaan lainnya.

Penjelasan populer lainnya tentang momentum dikemukakan oleh Conrad and Kaul (1998) yang menyatakan bahwa sebaran *cross-sectional* dalam *mean return* saham individual dapat menjadi faktor penentu yang penting dalam menghasilkan *return* momentum. Satu prediksi dari penjelasan ini adalah bahwa *return* bagi strategi investasi momentum secara rata-rata adalah positif untuk semua periode *pasca ranking*.

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang telah mengkaji strategi investasi momentum saham individual, Moskowitz and Grinblatt (1999) mengkaji secara intensif strategi investasi momentum saham industri. Penelitian mereka menunjukkan bahwa strategi investasi momentum saham individual secara signifikan kurang menguntungkan setelah dilakukan kontrol terhadap momentum saham industri. Sementara itu, strategi investasi momentum saham industri, yaitu membeli saham industri

pemenang (*winner*) masa lalu dan menjual saham industri pecundang (*loser*) masa lalu nampak sangat menguntungkan. Komponen *return* momentum saham industri terus menerus menghasilkan laba signifikan yang dapat menjadi pendorong profitabilitas strategi investasi momentum saham individual. Terjadinya profitabilitas strategi investasi momentum saham industri tersebut di sepanjang horison waktu menengah terutama disebabkan oleh posisi beli. Ditemukan pula bahwa portofolio saham yang dibentuk berdasarkan strategi investasi momentum tidak terdiversifikasi dengan baik, karena saham pemenang (*winner*) dan saham pecundang (*loser*) cenderung membentuk industri yang sama. Saham-saham dalam satu industri cenderung lebih berkorelasi dibandingkan dengan saham-saham dari industri yang berbeda.

Lebih jauh, Moskowitz and Grinblatt (1999) menyatakan bahwa baik teori investasi maupun aplikasinya dalam manajemen investasi sangat tergantung pada pemahaman lapangan terhadap *anomali return* saham yang ada. Menentukan apakah *anomali* ini berakar pada perilaku yang dapat dieksploitasi oleh investor yang lebih rasional pada risiko yang rendah telah memberikan implikasi bagi efisiensi pasar dan kebijakan investasi optimal. Kemampuan untuk melaksanakan strategi beli dan tahan dengan membeli saham pemenang masa lalu dan menjual saham pecundang masa lalu, yang secara umum disebut "strategi investasi momentum saham individual" masih merupakan satu dari yang paling membingungkan mengenai *anomali* ini (gerakan naik-turunnya sampai dengan 12 persen *abnormal return* per dolar yang dibeli pada strategi pendanaan mandiri per tahun).

Investasi berdasarkan strategi investasi momentum saham individual nampaknya menjadi strategi yang buruk ketika menggunakan jangka waktu historis pendek untuk pembentukan portofolio (khususnya yang kurang dari satu bulan); strategi ini sangat menguntungkan pada jangka waktu menengah (sampai dengan 24 bulan, walaupun yang terkuat adalah dalam rentangan 6 sampai 12 bulan); dan sekali lagi strategi ini juga buruk untuk periode waktu yang panjang. Secara spesifik, ditemukan bukti yang kuat bahwa komponen *return* saham industri secara terus-menerus menghasilkan *return* yang signifikan.

Moskowitz and Grinblatt (1999) dalam kesimpulan penelitiannya menyajikan bukti-bukti berikut: (1) portofolio industri menunjukkan momentum yang signifikan, bahkan setelah mengontrol variabel ukuran, *book-to-market equity*, momentum saham individual, distribusi lintas seksi dalam rata-rata *return*, dan pengaruh *microstructure*

yang potensial; (2) ketika *return* disesuaikan untuk efek industri, *return* momentum dari saham individual secara signifikan menjadi lebih lemah dan sebagian tidak signifikan secara statistik; (3) strategi investasi momentum saham industri lebih menguntungkan dibandingkan strategi investasi momentum saham individual; (4) strategi investasi momentum saham industri menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham yang paling likuid dan paling besar; (5) profitabilitas dari strategi investasi momentum saham industri di sepanjang horison waktu menengah terutama disebabkan oleh posisi beli; dan (6) tidak seperti strategi investasi momentum saham individual, strategi investasi momentum saham industri paling kuat dalam jangka pendek (satu bulan) dan selanjutnya, sedangkan strategi investasi momentum saham individual cenderung menghilang setelah 12 bulan dan secara perlahan-lahan akan berbalik pada jangka waktu panjang. Jadi, tanda-tanda kinerja jangka pendek (kurang dari satu bulan) dari strategi investasi momentum saham industri maupun saham individual sangat berlawanan, tetapi tanda-tanda kinerja pada jangka menengah dan panjang adalah sama.

Keberadaan industri sebagai sumber kunci dari *return* momentum dapat mendukung kelayakan model perilaku yang telah ditawarkan bagi *anomali* momentum saham individual. Di antara penjelasan-penjelasan perilaku ini adalah temuan Chan, *et al.* (1996) yang menunjukkan bahwa strategi investasi momentum saham individual dipicu oleh kurangnya reaksi investor terhadap informasi. Selain itu beberapa teori perilaku yang berakar pada bias kognitif investor telah mencoba untuk menjelaskan fenomena ini, di antaranya adalah Daniel, *et al.* (1998); Barberis, *et al.* (1998); Hong and Stein (1999).

Jika pola keperilaku menghasilkan profitabilitas strategi investasi momentum, maka strategi ini setidaknya-tidaknya harus dibatasi oleh faktor *risk exposure* yang tidak dapat dieliminasi. Oleh karena itu, satu kontribusi dari penelitian Moskowitz dan Grinblatt adalah menunjukkan bahwa momentum saham industri mendorong terjadinya banyak momentum saham individual, dan saham-saham dalam satu industri cenderung untuk jauh lebih berkorelasi dibandingkan saham dari industri yang berlainan, dan strategi investasi momentum tidak didiversifikasi dengan baik.

Return momentum saham industri dapat juga menjadi indikasi pentingnya industri untuk memahami pasar finansial. Beberapa hasil penelitian telah menunjukkan dampak yang relatif sedikit dari industri terhadap harga-harga aset, baik di pasar domestik maupun internasional. Kenyataan ini

bertentangan dengan literatur keuangan perusahaan, yang mengakui pentingnya industri dalam menjelaskan kegiatan merger dan akuisisi, serta keputusan kebijakan finansial dan investasi lainnya.

Hasil kajian empiris yang dikemukakan di atas telah membuktikan tentang keberadaan momentum di pasar modal Amerika Serikat. Meskipun demikian, banyak penelitian yang tidak setuju dengan interpretasi temuan-temuan tersebut. Chan, *et al.* (1996) menyatakan bahwa harga saham kurang bereaksi terhadap informasi yang terdapat pada *return* saham yang lalu dan laba perusahaan pada harga momentum. Barberis, *et al.* (1998); Daniel, *et al.* (1998); Hong and Stein (1999) menyajikan sebuah model teoritikal perilaku investor dan berpendapat bahwa momentum harga konsisten dengan bias dalam cara investor menginterpretasikan informasi yang tidak sempurna. Model perilaku ini mendasarkan diri pada faktor-faktor psikologis, seperti keterwakilan, konservatisme, percaya diri yang berlebihan, dan karakteristik pribadi, untuk menjelaskan *return* momentum. Sementara itu, Lo and MacKinlay, 1990; Foster, *et al.* (1997) dalam studi mereka menyimpulkan bahwa momentum dapat mengalami bias pengumpulan data (*data snooping*).

Namun hasil studi tersebut ditentang oleh Jegadeesh and Titman (2001), yang menyimpulkan dalam penelitiannya bahwa strategi investasi momentum masih terus menguntungkan sepanjang periode sampel setelah periode yang digunakan pada penelitian sebelumnya (1965-1998). Kinerja portofolio momentum 13-60 bulan *pasca* pembentukan adalah negatif. Penelitian mereka juga menganalisis model-model *behavioral finance* yang menyatakan bahwa *return* momentum berasal dari keterlambatan reaksi yang kemudian berbalik arah. Bukti yang terkumpul memberikan dukungan atas penjelasan tersebut, tetapi dukungan ini harus disikapi secara hati-hati, karena tergantung pada komposisi sampel dan lamanya *holding period*.

Di luar Amerika Serikat, keberadaan strategi investasi momentum ditemukan di pasar modal Eropa (Rouwenhorst, 1998) dan pasar modal Australia (Hurn and Pavlov, 2003). Sebaliknya bukti tentang momentum tidak ditemukan di pasar modal Asia (Hameed and Kurnadi, 2002). Penelitian mereka dilakukan dengan mengimplementasikan strategi investasi momentum pada saham-saham yang diperdagangkan di enam pasar modal Asia (Hong Kong, Malaysia, Singapura, Korea Selatan, Taiwan, dan Thailand). Menggunakan metodologi yang sama dengan Jegadeesh and Titman (1993) dan Rouwenhorst (1998) penelitian ini menguji 16 strategi investasi momentum tak terbatas yang memeringkat sekuritas berdasarkan kinerja J-bulan yang telah lalu ($J = 3, 6, 9, \text{ dan } 12$) dan mengevaluasi *return* di

sepanjang K-bulan berikutnya ($K = 3, 6, 9$, dan 12) untuk periode sampel 1981-1994.

Hasil penelitian Hameed dan Kusnadi tersebut menunjukkan bahwa tidak satu pun dari keenam belas strategi investasi momentum tak terbatas itu menghasilkan *return* yang signifikan. Tingginya volatilitas *return* momentum dalam pasar-pasar modal ini, menyebabkan digunakannya strategi negara-netral (terdiversifikasi secara regional). Untuk strategi negara-netral, rata-rata *return* momentum adalah rendah ($0,37\%$ per bulan), tetapi signifikan secara statistik. Temuan penelitian mereka menyarankan bahwa faktor negara merupakan faktor penting dalam *return* sekuritas yang menang-kalah pada pasar modal-pasar modal tersebut. Lebih jauh, studi ini mencatat bahwa setelah dilakukan kontrol terhadap faktor ukuran dan perputaran, laba negara-netral tidak lagi signifikan.

Secara keseluruhan, hasil studi Hameed dan Kusnadi tidak menemukan bukti kuat tentang momentum di pasar modal Asia. Sulit untuk mendapatkan momentum harga yang signifikan dalam pasar modal yang baru berkembang secara individual. Perbedaannya dengan hasil penelitian di Amerika Serikat disebabkan oleh jumlah sekuritas yang diperdagangkan, ukuran, perputaran, dan karakteristik *return*. Oleh karena bukti-bukti ini tidak berkaitan dengan data Amerika Serikat, disarankan bahwa penjelasan yang ada mengenai *return* momentum mungkin tidak berlaku di semua pasar. Misalnya, jika *return* momentum di Amerika Serikat disebabkan oleh kurangnya reaksi (*under-reaction*) terhadap informasi yang terkandung dalam harga masa lalu, tidak ditemukan fenomena perilaku yang demikian di pasar modal Asia. Jika *return* momentum disebabkan oleh perbedaan risiko, temuan-temuan dalam penelitian tersebut menyarankan bahwa faktor risiko yang mendorong terjadinya momentum berbeda untuk masing-masing pasar modal.

Berdasarkan kajian di atas, maka rumusan hipotesis penelitian ini adalah bahwa strategi investasi momentum dapat diterapkan di pasar modal Indonesia, yang dapat dibuktikan dengan (1) portofolio saham *winner* memiliki rata-rata *abnormal return* yang mengungguli portofolio *loser*, dan (2) terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang positif dan signifikan antara portofolio saham *winner* dengan portofolio saham *loser*.

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan yang saham-sahamnya diperdagangkan di

pasar modal Indonesia dan merupakan penelitian eksplanatoris (*explanatory research*), yaitu suatu penelitian yang dilakukan untuk menguji hubungan antar variabel yang dihipotesiskan.

Model Penelitian

Pengukuran *abnormal return* portofolio saham *winner-loser* dilakukan dengan menggunakan model disesuaikan pasar (*market-adjusted model*). Berdasarkan model tersebut, pengukuran *abnormal return* portofolio saham *winner-loser* dilakukan sebagai berikut:

- (1). Menghitung *abnormal return* saham yang membentuk portofolio *winner-loser* dengan menggunakan formula: $AR_t = R_t - R_{Mt}$ di mana:

AR_t = *Abnormal return* saham yang membentuk portafolio *winner-loser*.

R_t = *Actual return* saham yang membentuk portofolio saham *winner-loser*, yang dihitung dari akumulasi perubahan harga saham relatif per bulan selama 3 bulan.

R_{Mt} = *Market return*, yang dihitung dari akumulasi perubahan IHSG relatif per bulan selama 3 bulan.

- (2). Menghitung rata-rata *abnormal return* masing-masing portofolio saham *winner-loser*, dengan formula:

$$AAR_t = \left[\sum_{t=1}^n AR_t \right] / n$$

di mana:

AAR_t = Rata-rata *abnormal return* portofolio saham *winner-loser* pada masing-masing observasi.

AR_t = *Abnormal return* masing-masing saham yang membentuk portofolio *winner-loser*.

n = Jumlah saham yang membentuk portofolio saham *winner-loser*.

- (3). Menghitung kumulatif *abnormal return* masing-masing portofolio saham *winner-loser*, dengan formula:

$$CAR_t = \sum_{t=1}^n AAR_t$$

di mana:

CAR_t = Kumulatif *abnormal return* portofolio saham *winner-loser* selama observasi.

AAR_t = Rata-rata *abnormal return* portofolio saham *winner-loser*.

n = Jumlah observasi.

- (4) Menghitung rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio saham *winner-loser*, dengan formula:

$$ACAR_t = CAR_t/n$$

di mana:

$ACAR_t$ = Rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio saham *winner-loser*.

CAR_t = Kumulatif *abnormal return* portofolio saham *winner-loser* selama observasi.

n = Jumlah observasi

Dasar pertimbangan memilih model ini adalah (1) tidak memerlukan periode estimasi seperti pada model lain, (2) pasar modal Indonesia masih dalam tahap berkembang (*emerging market*), di mana pada tahap ini pasar modal memiliki ciri sebagian besar saham yang diperdagangkan transaksinya tidak likuid sehingga saham tersebut jarang diperjual belikan. Akibatnya banyak saham yang menghasilkan *return* nol selama tidak terjadi transaksi, yang akan menimbulkan masalah dalam perhitungan koefisien beta.

Variable Penelitian dan Definisi Operasional

- (1) *Abnormal return* portofolio saham *winner* merupakan rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio saham yang memiliki *return* tinggi dan korelasi rendah periode formasi dan pengujian 3 bulan di pasar modal Indonesia selama tahun 2001-2007.
- (2) *Abnormal return* portofolio saham *loser* saham individual merupakan rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio saham yang memiliki *return* rendah dan korelasi tinggi periode formasi dan pengujian 3 bulan di pasar modal Indonesia selama tahun 2001-2007.

Metode Penentuan Sampel

Pemilihan sampel penelitian dilakukan dengan menggunakan prosedur pengambilan sampel berjenjang (*multiphase sampling*) sebagai berikut:

- (1) Saham-saham populasi dikelompokkan ke dalam unit sampel primer berdasarkan tingkat *return* (*return* tinggi untuk saham-saham yang memiliki *return* di atas *return* rata-rata dan *return* rendah untuk saham-saham yang memiliki *return* di bawah *return* rata-rata).
- (2) Menentukan unit sampel sekunder berdasarkan koefisien korelasi antar *return* saham (korelasi antar *return* saham yang memiliki *return* tinggi dan korelasi antar *return* saham yang memiliki *return* rendah).

- (3) Memilih saham yang dijadikan sampel untuk dimasukkan ke dalam portofolio saham *winner* (portofolio saham yang mempresentasikan 8, 10, 15 dan 20 saham yang memiliki *return* tinggi dan koefisien korelasi rendah), dan portofolio saham *loser* (portofolio saham yang mempresentasikan 8, 10, 15 dan 20 saham yang memiliki *return* rendah dan koefisien korelasi tinggi).

Metode Analisis Data

Signifikansi perbedaan kinerja portofolio saham *winner-loser* periode formasi dengan periode pengujian dilakukan dengan menggunakan statistik uji beda dua rata-rata sebagai berikut:

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{(n_1 - 1) S_1^2 + (n_2 - 1) S_2^2}{n_1 + n_2 - 2} \left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right)}}$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Kinerja Portofolio Saham *Winner-Loser* Periode Formasi dan Periode Pengujian

Portofolio saham *winner-loser* periode formasi 3 bulan dan periode pengujian 3 bulan sesudahnya selama tahun 2001-2007 meliputi 27 observasi. Observasi pertama adalah periode formasi bulan Januari-Maret 2001 dan periode pengujian bulan April-Juni 2001. Observasi kedua adalah periode formasi bulan April-Juni 2001 dan periode pengujian bulan Juli-September 2001, demikian seterusnya sampai dengan observasi terakhir yaitu periode formasi bulan Juli-September 2007 dan periode pengujian bulan Oktober-Desember 2007. Hasil perhitungan rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio saham *winner-loser* periode formasi 3 bulan dan periode pengujian 3 bulan sesudahnya tampak pada Tabel 1 dan Tabel 2.

Tabel 1 menunjukkan bahwa rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio saham *winner* periode formasi 3 bulan yang mencerminkan *return* lebih tinggi dari *return* pasar untuk semua kelompok portofolio saham, pada akhir periode pengujian mengalami penurunan untuk semua kelompok portofolio saham. Saham-saham yang memberikan *return* positif (*winner*) pada periode 3 bulan sebelumnya mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode 3 bulan sesudahnya. Hasil pengamatan pada perkembangan rata-rata *abnormal return* portofolio saham *winner* selama 27 observasi periode pengujian menunjukkan bahwa sebagian besar saham *winner* mengalami pembalikan *return* rata-rata ke arah negatif.

Tabel 1. Rata-rata Kumulatif *Abnormal Return* Portofolio Saham *Winner* Periode Formasi dan Periode Pengujian 3 Bulan, Tahun 2001 – 2007

Observasi	20 saham		15 saham		10 saham		8 saham	
	Formasi	Pengujian	Formasi	Pengujian	Formasi	Pengujian	Formasi	Pengujian
1	0.689	0.499	0.840	0.298	1.038	0.685	1.257	0.841
2	3.658	0.730	3.219	0.720	3.533	0.923	3.767	0.836
3	1.150	0.291	1.156	0.174	1.158	0.149	1.144	0.106
4	0.983	0.089	0.740	0.111	0.762	0.068	0.855	0.142
5	1.228	-0.106	1.540	-0.107	2.062	-0.089	0.380	-0.187
6	0.153	0.019	0.161	0.041	0.214	-0.015	0.241	0.046
7	0.356	-0.118	0.333	-0.060	0.335	0.073	0.357	0.170
8	0.222	-0.040	0.183	-0.032	0.198	-0.018	0.194	0.008
9	0.053	-0.139	0.077	-0.136	0.028	-0.179	0.006	-0.188
10	0.382	0.083	0.377	0.123	0.333	0.084	0.356	-0.149
11	0.512	-0.033	0.512	-0.043	0.538	0.063	0.586	0.108
12	0.141	0.321	0.082	-0.101	0.094	-0.125	-0.020	-0.159
13	0.924	0.082	1.170	0.074	1.676	-0.047	2.079	-0.066
14	0.797	-0.088	0.902	-0.127	0.971	-0.057	1.160	-0.081
15	0.161	-0.096	0.176	-0.131	0.178	-0.095	0.135	-0.091
16	0.240	0.207	0.281	0.251	0.315	0.073	0.364	0.064
17	3.323	-0.062	3.721	0.023	5.281	0.028	6.467	-0.032
18	1.453	0.196	1.808	0.180	2.141	0.072	2.488	0.124
19	1.400	-0.027	1.721	-0.154	2.196	-0.132	1.605	-0.111
20	3.072	-0.141	2.202	-0.221	3.010	-0.276	3.647	-0.253
21	0.317	0.001	0.190	0.005	0.160	0.021	0.142	0.027
22	1.229	-0.083	1.408	-0.052	1.747	-0.147	1.203	-0.205
23	0.145	-0.075	0.142	-0.028	0.105	-0.004	0.102	0.003
24	0.327	0.065	0.341	0.096	0.442	0.114	0.441	0.166
25	0.423	-0.173	0.435	-0.190	0.500	-0.168	0.554	-0.169
26	0.064	-0.053	0.048	-0.009	0.044	-0.001	0.059	-0.040
27	0.473	-0.139	0.159	-0.111	0.162	-0.097	0.204	-0.102
Rata-rata kumulatif abnormal return	0.884	0.045	0.886	0.022	1.082	0.033	1.103	0.030

Sumber: Analisis Data

Pada Tabel 2 dapat dilihat bahwa rata-rata kumulatif *abnormal return* portofolio saham *loser* periode formasi 3 bulan yang mencerminkan *return* lebih rendah dari *return* pasar untuk semua kelompok portofolio saham, pada akhir periode pengujian mengalami peningkatan untuk semua kelompok portofolio saham. Saham-saham yang memberikan *return* negatif (*loser*) pada periode 3 bulan sebelumnya mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode 3 bulan sesudahnya. Hasil pengamatan pada perkembangan rata-rata *abnormal return* portofolio *loser* selama 27 observasi periode pengujian menunjukkan bahwa sebagian besar saham *loser* mengalami pembalikan *return* rata-rata ke arah positif

Signifikansi Perbedaan *Abnormal Return* Portofolio Saham *Winner-Loser* Periode Formasi dengan Periode Pengujian

Pada Tabel 3 nampak bahwa rata-rata *abnormal return* portofolio saham *winner* periode formasi 3

bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya menunjukkan perbedaan yang negatif dan signifikan secara statistik untuk berbagai kelompok portofolio saham. Sementara itu, rata-rata *abnormal return* portofolio saham *loser* periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya menunjukkan perbedaan yang positif dan signifikan secara statistik untuk berbagai kelompok portofolio saham.

Pembalikan *return* saham ini dapat disebabkan oleh adanya reaksi berlebihan investor terhadap informasi. Para investor cenderung menetapkan harga terlalu tinggi terhadap informasi yang dianggap bagus (*good news*) dan sebaliknya cenderung menetapkan harga terlalu rendah terhadap informasi yang dianggap buruk (*bad news*). Fenomena reaksi berlebihan mengindikasikan bahwa para investor tidak semuanya terdiri dari orang-orang yang rasional. Jika sebagian investor bereaksi berlebihan terhadap informasi, terlebih jika informasi tersebut adalah informasi buruk, mereka secara emosional akan

Tabel 2. Rata-rata Kumulatif *Abnormal Return* Portofolio Saham *Loser* Periode Formasi dan Periode Pengujian 3 Bulan, Tahun 2001 – 2007

Observasi	20 saham		15 saham		10 saham		8 saham	
	Formasi	Pengujian	Formasi	Pengujian	Formasi	Pengujian	Formasi	Pengujian
1	-0.414	1.046	-0.414	1.240	-0.419	1.610	-0.442	1.539
2	-0.208	0.668	-0.256	0.732	-0.262	0.785	-0.288	0.511
3	0.007	0.113	-0.028	0.200	0.014	0.316	-0.016	0.446
4	-0.205	0.128	-0.290	0.087	-0.410	0.163	-0.393	0.118
5	-0.151	-0.016	-0.146	-0.007	-0.160	-0.105	-0.182	-0.121
6	-0.286	0.133	-0.277	0.147	-0.326	0.131	-0.341	0.069
7	-0.157	-0.146	-0.177	-0.150	-0.269	-0.122	-0.225	-0.087
8	-0.335	-0.201	-0.363	-0.215	-0.367	-0.275	-0.416	-0.294
9	-0.382	0.124	-0.435	0.158	-0.530	0.115	-0.559	0.153
10	-0.218	0.049	-0.261	0.076	-0.269	0.053	-0.282	0.070
11	-0.091	-0.033	-0.083	-0.044	-0.126	-0.116	-0.156	-0.047
12	-0.304	0.369	-0.332	0.467	-0.385	0.762	-0.390	0.923
13	-0.370	0.046	-0.365	0.007	-0.432	-0.049	-0.434	-0.061
14	-0.104	0.002	-0.111	0.034	-0.152	0.133	-0.217	0.182
15	-0.201	-0.065	-0.216	-0.022	-0.271	-0.072	-0.293	-0.066
16	-0.161	0.011	-0.131	-0.040	-0.157	-0.018	-0.159	0.012
17	-0.089	0.462	-0.135	0.652	-0.222	0.992	-0.285	1.311
18	-0.238	0.760	-0.243	0.981	-0.166	1.653	-0.214	2.114
19	-0.447	0.567	-0.537	-0.209	-0.495	-0.280	-0.603	-0.279
20	-0.176	0.047	-0.187	0.104	-0.208	0.171	-0.236	0.003
21	-0.296	0.624	-0.317	0.841	-0.321	-0.068	-0.365	-0.110
22	-0.124	0.056	-0.156	0.074	-0.159	0.025	-0.164	0.065
23	-0.216	0.079	-0.268	-0.031	-0.350	-0.034	-0.391	-0.052
24	-0.281	-0.011	-0.300	0.007	-0.374	-0.011	-0.383	0.023
25	-0.149	-0.054	-0.108	-0.036	-0.115	-0.049	-0.142	-0.046
26	-0.207	-0.120	-0.211	-0.096	-0.225	-0.141	-0.240	-0.100
27	-0.235	-0.127	-0.268	-0.137	-0.300	-0.133	-0.343	-0.139
Rata-rata kumulatif abnormal return	-0.224	0.167	-0.245	0.179	-0.276	0.201	-0.302	0.227

Sumber: Analisis Data

Tabel 3. Hasil uji beda rata-rata abnormal return portofolio saham *winner-loser* periode formasi dengan periode pengujian 3 bulan, Tahun 2001 – 2007

No	Kelompok	Portofolio			
	Portofolio	Winner		Loser	
	Saham	Beda	Sig.	Beda	Sig.
1	20 saham	-0.839	0.000*	0.391	0.000*
2	15 saham	-0.864	0.000*	0.424	0.000*
3	10 saham	-1.049	0.001*	0.477	0.000*
4	8 saham	-1.133	0.005*	0.530	0.000*

Sumber: Analisis Data

*Signifikan pada $\alpha = 0.05$

menilai saham terlalu rendah. Untuk menghindari kerugian, para investor akan berperilaku tidak rasional dan menginginkan menjual saham-saham yang berkinerja buruk dengan cepat.

Peristiwa yang dianggap dramatis oleh investor mengakibatkan mereka bereaksi secara berlebihan. Para investor melakukan hal-hal yang mungkin tidak rasional terhadap saham-saham yang ada. Reaksi

yang berlebihan ini ditunjukkan dari adanya perubahan harga dengan menggunakan *return* dari sekuritas yang bersangkutan. *Return* saham menjadi terbalik dengan fenomena reaksi berlebihan. Saham-saham yang biasanya diminati pasar karena mempunyai *return* tinggi menjadi kurang diminati, sedangkan saham-saham yang bernilai rendah dan kurang diminati mulai dicari oleh pasar. Kondisi ini mengakibatkan *return* saham yang sebelumnya tinggi (*winner*) menjadi rendah, dan *return* saham yang sebelumnya rendah (*loser*) menjadi tinggi.

Adanya perilaku pembalikan rata-rata *abnormal return* pada akhir periode pengujian mengimplikasikan bahwa eksistensi momentum tidak ditemukan di pasar modal Indonesia selama periode penelitian. Kondisi ini terjadi karena portofolio *winner* mengalami penurunan *abnormal return*, sementara *abnormal return* portofolio *loser* cenderung meningkat. Jika strategi investasi momentum bekerja dengan baik, maka portofolio saham pemenang (*winner*) seharusnya menghasilkan *abnormal return* yang positif dan portofolio saham pecundang (*loser*) menghasilkan *abnormal return* yang negatif pada akhir periode pengujian. Perbedaan antara *abnormal return* portofolio saham tersebut seharusnya positif secara signifikan.

Temuan ini mendukung hasil studi Hameed and Kusnadi (2002) yang menyimpulkan bahwa eksistensi momentum tidak ditemukan di pasar modal Asia, tetapi tidak mendukung beberapa hasil penelitian momentum di pasar modal yang sudah berkembang, seperti yang dilakukan oleh Jegadeesh and Titman (1993) di pasar modal Amerika Serikat; Rouwenhorst (1998) di pasar modal Eropa; dan Hurn and Pavlov (2003) di pasar modal Australia. Temuan penelitian ini juga mendukung pandangan yang menyatakan bahwa sulit untuk mendapatkan *return* dengan menggunakan strategi investasi momentum saham individual di pasar modal yang baru berkembang (lihat Rouwenhorst, 1998).

Eksistensi momentum di pasar modal yang telah berkembang disebabkan oleh faktor jual, di mana portofolio saham *loser* mengalami penurunan *abnormal return* yang lebih besar dibandingkan dengan peningkatan *abnormal return* portofolio saham *winner* pada akhir periode pengujian. Kondisi yang sebaliknya terjadi di pasar modal Indonesia, *abnormal return* portofolio saham *winner* mengalami penurunan secara signifikan pada akhir periode pengujian, sedangkan *abnormal return* portofolio saham *loser* cenderung meningkat pada akhir periode pengujian. Perbedaan tersebut diakibatkan oleh jumlah sekuritas yang diperdagangkan, ukuran, perputaran, dan karakteristik *return*.

Penjelasan yang ada mengenai *return momentum* tidak berlaku di semua pasar modal. Jika *return momentum* di pasar modal telah berkembang disebabkan oleh kurangnya reaksi (*underreaction*) investor terhadap informasi yang terkandung dalam harga masa lalu, tidak ditemukan fenomena perilaku yang demikian di pasar modal Indonesia. Demikian halnya jika *return momentum* disebabkan oleh perbedaan risiko, temuan-temuan dalam penelitian ini menyarankan bahwa faktor risiko yang mendorong terjadinya momentum berbeda untuk masing-masing pasar modal.

Reaksi berlebihan investor terhadap informasi mengindikasikan *anomali winner-loser* terjadi di pasar modal Indonesia. *Anomali winner-loser* yang bertentangan dengan konsep efisiensi pasar mempopulerkan strategi investasi kontrarian (DeBond and Thaler, 1985). Saham-saham yang pada mulanya memberikan tingkat keuntungan positif (*winner*) atau negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya.

Anomali winner-loser disebabkan oleh hipotesis *overreaction* yang menyatakan bahwa pada dasarnya pasar telah bereaksi secara berlebihan terhadap informasi. Dalam hal ini, para pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai baik (*good news*), sebaliknya mereka akan memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap berita buruk (*bad news*). Kemudian, fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan (*overreaction*). Pembalikan (*reversal*) ini ditunjukkan oleh turunnya secara drastis saham yang sebelumnya berpredikat *winner* dan/atau naiknya harga saham yang sebelumnya berpredikat *loser*.

Terjadinya fenomena reaksi berlebihan ini di pasar modal Indonesia memungkinkan investor melakukan strategi investasi kontrarian yaitu membeli saham pada waktu menjadi *loser* dan menjualnya pada saat saham tersebut berbalik menjadi *winner*, sehingga investor dapat memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*) yang signifikan.

KESIMPULAN

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, analisis data menunjukkan hasil yang tidak mendukung hipotesis yang diajukan sebelumnya. Kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah:

- 1). Portofolio saham *winner* menghasilkan kinerja yang negatif dan signifikan pada akhir periode pengujian. Temuan ini berlawanan arah dengan

prediksi teoritisnya yang menyatakan bahwa portofolio saham pemenang (*winner*) seharusnya menghasilkan kinerja yang positif dan signifikan. Hasil uji beda dua rata-rata menunjukkan bahwa *abnormal return* portofolio saham *winner* periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya berbeda negatif dan signifikan secara statistik untuk semua kelompok portofolio saham.

- 2). Portofolio saham *loser* menghasilkan kinerja yang positif dan signifikan pada akhir periode pengujian. Temuan ini juga berlawanan arah dengan prediksi teoritisnya yang menyatakan bahwa portofolio saham pecundang (*loser*) seharusnya menghasilkan kinerja yang negatif dan signifikan. Hasil uji beda dua rata-rata menunjukkan bahwa *abnormal return* portofolio saham *loser* periode formasi 3 bulan dengan periode pengujian 3 bulan sesudahnya berbeda berbeda positif dan signifikan secara statistik untuk semua kelompok portofolio saham.

Dari kesimpulan yang telah dikemukakan, maka dapat diajukan saran-saran sehubungan dengan penelitian ini sebagai berikut:

- 1). Masyarakat investor di pasar modal Indonesia seyogianya menggunakan strategi investasi kontrarian yang merupakan kebalikan dari strategi investasi momentum untuk membentuk portofolio saham, karena temuan penelitian ini menunjukkan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan *return* positif (*winner*) dan *return* negatif (*loser*) mengalami pembalikan (*reversal*) pada akhir periode pengujian.
- 2). Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperpendek periode formasi portofolio saham (satu minggu atau satu bulan), sehingga lebih mampu merefleksikan realitas di pasar modal Indonesia. Di samping itu, saham-saham yang dikaji perlu dibatasi pada sektor industri tertentu saja seperti industri primer, industri manufaktur, atau industri jasa sehingga dapat mengurangi variasi data antar industri.

DAFTAR PUSTAKA

- Adrangi, Bahram, Arjun Chatrath, and Todd M. Shank, 2002, "A Comparison of the Risk-Adjusted Portfolio Performance: The Dartboard Versus Professionals and Major Indices", *American Business Review*, January, pp. 82-88.
- Barberis, N., A. Shleifer, and R. Vishny, 1998, "A Model of Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 307-343.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan J. Marcus, 2003, *Essentials of Investments*, 5th Ed., Singapore: McGraw-Hill.
- Brailsford, Tim, 1992, "A Test for the winner-loser Anomaly in the Australian Equity Market: 1958-1987", *Journal of Business Finance and Accounting*, January, pp. 225-241.
- Brealey, R. and Stewart Myers, 1984, *Principles of Corporate Finance*, Singapore: McGraw-Hill Inc.
- Brinson, Gary P., Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower, 1986, "Determinants of Portfolio Performance", *Financial Analysts Journal*, pp. 39-44.
- Chan, K.C., N. Jegadeesh, and J. Lakonishok, 1996, "Momentum Strategies", *Journal of Finance*, Vol. 11 (5), December, pp.1681-1713.
- Chan, K.C., Jason Karceski, and J. Lakonishok, 1998, "The Risk and Return from Faktors", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33 (2), pp. 159-187.
- Chao, Chen and Zong-Guo Zhou, 2001, "Portfolio Return, Market Volatility, and Seasonality", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 17, pp. 27-43.
- Clare, Andrew, and Stephen Thomas, 1995, "The Over-reaction Hypothesis and the UK stock market", *Journal of Business Finance and Accounting*, October, pp. 961-973.
- Conrad, J. and G. Kaul, 1998, "An Anatomy of Trading Strategies", *Review of Financial Studies*, Vol. 11, pp. 489-519.
- Daniel, K., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam, 1998, "Investor Psychology and Security Market Under and Over Reactions", *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 1839-1885.
- Davis, J.L., 1994, "The Cross-Section of Realized Stock Returns: The Pre Compustat Evidence", *Journal of Finance*, Vol. XLIX (5), December, pp. 1579-1593.
- DeBondt, W.F.M. dan R.H. Thaler, 1985, "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, Vol. 40 (3), July, pp. 793-808.
- De Long, J.B., A. Shleifer, L. Summers and R. Waldmann, 1990, "Noise Trader Risk in Financial Market", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 703-738.
- Fama, E.F., 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, pp. 427-456.

- Ferson, Wayne E., and Campbell R. Harvey, 1991, "Sources of Predictability in Portfolio Returns", *Financial Analyst Journal*, May-June, pp. 49-56.
- Ferson, Wayne E., and Vincent A. Warther, 1996, "Evaluating Fund Performance in A Dynamic Market", *Association for Investment Management and Research*, pp. 20-28.
- Foster, D., T. Smith, and R. Whaley, 1997, "Assessing Goodness-of-Fit of Asset Pricing Models: The Distribution of the Maximal R^2 ", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 591-607.
- Grinblatt, Mark, Sheridan Trmman and Russ Wermers, 1995, "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior", *American Economics Review*, Vol. 85, pp.1088-1105.
- Grundy, B.D. and J.S. Martin, 2001, "Understanding the Nature of the risks and the Source of the rewards to Momentum Investing", *Review of Financial Studies*, Vol. 14, pp. 29-78.
- Hameed, Allaudeen and Yuanto Kusnadi, 2002, "Momentum Strategies: Evidence from Pasific Basin Stock Markets", *The Journal of Financial Research*, Vol. XXV (3), pp. 383-397.
- Harvey, C.R., 1995, "Predictable Risk and Return in Emerging Markets", *Review of Financial Studies*, Vol. 8, pp. 773-816.
- Hong, H. and J. Stein, 1999, "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 2143-2184.
- Hurn, Stan and Parlov, Vlad, 2003, "Momentum in Australian Stock Returns", *Australian Journal of Management*, Vol. 28 (2), September, pp. 141-155.
- Jegadeesh, N. and S. Titman, 1993, "Returns to Buying Winners and Selling Losses: Implications for Stock Market Efficiency", *Journal of Finance*, Vol. 48 (1), March, pp.65-91.
- Jegadeesh, N. and S. Titman, 2001, "Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations", *The Journal of Finance*, Vol. LVI (2), April, pp.699-720.
- Jones, Charles P., 2002, *Investment: Analysis and Management*, 8th Ed., New York: John Wiley & Sons.
- Lee, Charles M.C. and Swaminathan Bhaskaran, 2000, "Price Momentum and Trading Volume", *The Journal of Finance*, Vol. LV, No. 5, October, pp. 2017-2069.
- Llewellyn, J., 2002 "Momentum and Autocorrelation in Stock Returns", *Review of Financial Studies*, Vol. 15, pp. 533-563.
- Lo, A. and C. MacKinlay, 1990, "Data Snooping Biases in Tests of Financial Asset Pricing Models", *Review of Financial Studies*, Vol. 3, pp. 431-467.
- Moskowitz, T. and M. Grinblatt, 1999, "Do Industries Explain Momentum", *Journal of Finance*, Vol. LIV (4), August, pp. 1249-1288.
- Radcliffe, Robert C., 1997, *Investment: Concepts, Analysis, Strategy*, 5th Ed., Massachusetts: Adison-Wesley Educational Publisher Inc.
- Reilly, F.K., and Keith C. Brown, 1997, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 5th Ed., Massachusetts: Adison-Wesley Educational Publisher Inc.
- Rouwenhorst, K.G., 1998, "International Momentum Strategies", *Journal of Finance*, Vol LIII (1), February, pp.267-284.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander dan Jeffery V. Bailey, 1995, *Investment*, New Jersey: Prentice Hall, Inc.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny, 1990, "Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms", *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 80.
- Tandelilin, Eduardus, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Yogyakarta: BPFE.
- Wilson, Jack, and Charles Jones, 1981, "The Relationship between Performance and Risk: Whence the Bias?", *Journal of Financial Research*, Vol. 4, pp. 103-107.